

# Sistema Financeiro e Banco Central do Brasil: Desintermediação e Reforma

SAMUEL KILSZTAJN (\*)

## Resumo

A partir da estrutura financeira nacional no período 1985-90, o artigo analisa a relação dos ativos financeiros com o produto interno bruto, os efeitos da desintermediação financeira nas taxas de inflação e o impacto monetário dos recursos externos do Banco Central do Brasil.

**Palavras-chave:** Sistema Financeiro Nacional, intermediação financeira, Banco Central do Brasil.

## Abstract

This paper presents the Brazilian financial system from 1985 to 1990, analyzes the relationship between financial assets and gross domestic product, the inflationary effects of financial intermediation decrease and the monetary impact of the Brazilian central bank external liabilities.

**Key words:** Brazilian Financial System, financial intermediation, Banco Central do Brasil.

---

*Professor do Programa de Pós-Graduação da PUC-SP.*

(\*) Artigo derivado da pesquisa "Sistema Financeiro e Política Monetária", financiada pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. O autor agradece comentários e sugestões de Eduardo Lundberg.

Para se analisar a intermediação financeira nacional é necessário construir, conceitual e empiricamente, o sistema de forma integrada. Estudos parciais podem conduzir a erros lógicos e análises apressadas.

As instituições financeiras no país fornecem crédito ao setor público e privado, que tem como contrapartida recursos financeiros, compulsórios e externos. As operações interfinanceiras desaparecem no consolidado das instituições e, de forma geral, os recursos próprios correspondem ao imobilizado e outras contas menos significativas.

Dados o crédito e os recursos do sistema, o estudo se detém nos recursos financeiros, que constituem os ativos financeiros em poder do público. Depois de discutir a relação entre os ativos financeiro e o produto, consideramos os efeitos da desintermediação financeira nas taxas de inflação e a institucionalização dos ativos financeiros que apresentem liquidez e rentabilidade. Por fim, dentro da reforma do sistema financeiro nacional, defendemos a reestruturação do Banco Central do Brasil de modo a tornar possível instrumentalizar uma política monetária e cambial. Na atual estrutura, as transferências dos recursos próprios do Banco Central para o Tesouro Nacional continuam mantendo vinculados os orçamentos monetário e fiscal.

### **1. O Crédito**

A impressão de que o setor público monopoliza o crédito interno decorre de uma série de duplas contagens. Se somarmos a dívida externa do Banco Central, a dívida mobiliária do Governo Federal em poder do Banco Central, os repasses do Tesouro Nacional para o Banco do Brasil, o crédito do Banco do Brasil às empresas estatais e a dívida bancária destas empresas, certamente estaremos contando o mesmo valor por cinco vezes.

A dívida externa contraída pelas empresas estatais, a partir do II PND, foi assumida pelo Banco Central que, até 1988, repassava os recursos para as empresas através da conta suprimentos especiais para o Banco do Brasil (que substituiu a conta movimento em 1985). No atual plano de contas, os recursos externos do Banco Central são canalizados para sua carteira de títulos públicos que, via Tesouro Nacional, são repassados às empresas estatais pelo Banco do Brasil. (KILSZTAJN & LUNDBERG, 1990). Só aparentemente solucionada, esta intermediação

ainda causa sérios problemas no gerenciamento dos orçamentos monetário e fiscal. Voltaremos à questão mais adiante.

O que nos interessa neste momento é dimensionar o crédito do sistema financeiro nacional para o setor público e para o setor privado. E o crédito ao setor público corresponde à dívida interna líquida do Governo Federal, Banco Central, governos estaduais, municipais, empresas estatais e agências descentralizadas. A distribuição do crédito entre os setores público e privado, no período 1985-90, encontra-se em razoável equilíbrio. A única exceção é 1986, que acompanhou o aquecimento do mercado (ver Tabela 1).

## 2. Os Recursos

Os recursos do sistema financeiro nacional podem ser subdivididos em financeiros, compulsórios, externos e outros. A rubrica outros inclui os recursos próprios, subtraídos do imobilizado e demais contas do sistema, respectivamente 9%, 5% e 3% do PIB em 1987. As operações interfinanceiras, no mesmo ano, alcançavam 25% do PIB.<sup>(1)</sup>

**TABELA 1**  
**SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL/PIB**

	saldos/fluxos (%)					
	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Crédito ao:						
Setor público <sup>(1)</sup>	22	21	20	23	25	16
Setor privado	25	30	24	25	20	18
Total	47	51	44	47	45	35
Recursos:						
Financeiros <sup>(2)</sup>	30	35	30	32	30	15
Compulsórios <sup>(3)</sup>	9	11	11	10	10	16
Externos <sup>(4)</sup>	5	3	2	1	1	1
Outros <sup>(5)</sup>	3	2	1	4	4	3
Total	47	51	44	47	45	35

Notas: (1) dívida interna líquida, exclusive fornecedores e debêntures.

(2) líquidos das carteiras do Bacen e demais instituições financeiras.

(3) fundos compulsórios estimados em 10% em 1989 e 9% em 1990; cruzados bloqueados, 7% em 1990.

(4) Resolução 63.

(5) recursos próprios menos imobilizado e demais contas.

Fonte: tabela construída a partir das publicações do Bacen.

(1) O Banco Central interrompeu a série de balanços das instituições financeiras (fonte deste desdobramento) em junho de 1988.

Os recursos externos são repassados internamente de acordo com a Resolução 63, de 21 de agosto de 1967. Já não muito significativos em 1986, continuaram perdendo importância durante o período em análise.

Os recursos compulsórios são formados pelo FGTS, vinculado à Caixa Econômica Federal, e pelo PIS/PASEP, vinculados ao Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social. Em 1990, particularmente, estão computados os cruzados novos bloqueados à ordem do Banco Central.

Finalmente, os recursos financeiros englobam haveres monetários, fundos de curto prazo, cadernetas de poupança, depósitos a prazo fixo e letras de câmbio e imobiliárias em poder do público. Os fundos de curto prazo correspondem aos títulos federais, estaduais, municipais, depósitos a prazo fixo e letras que compõem as carteiras destes fundos (para evitar dupla contagem, não foram considerados os títulos das carteiras próprias do Banco Central e das demais instituições financeiras).

Uma vez criado o crédito, os recursos financeiros configuram sua contrapartida contábil (para efeito de análise estamos abstraindo os recursos compulsórios, externos e outros). E, a não ser que o crédito seja destruído com a liquidação da dívida consolidada, o valor nominal dos recursos financeiros do sistema não comporta alteração.

Mas, se não comportam alteração nominal, os recursos financeiros (ativos financeiros em poder do público) podem sofrer variação real frente a outros ativos e às mercadorias de forma geral. Detenhamo-nos neste aspecto com maior atenção.

### **3. A Relação AF/PIB**

Empresas e indivíduos distribuem seu patrimônio (saldos, estoques) entre ativos reais (K) e ativos financeiros (AF). Não dispomos de estatísticas para ativos reais no Brasil de forma a construir a relação AF/K. Mas, conceitualmente, dada a relação capital/produto (K/PIB), podemos mensurar os ativos financeiros em relação ao produto ( $AF/PIB = AF/K \cdot K/PIB$ ).

Nunca é demais lembrar que a relação AF/PIB compara saldos com fluxos, saldos financeiros com fluxos de produção. Em economia, o conceito de velocidade garante tal redução, e a utilização do valor da produção anual garante uma referência real para a análise dos agregados financeiros.

De acordo com a Tabela 1, os recursos financeiros do sistema mantiveram-se relativamente estáveis na casa dos 30% do PIB durante o período 1985-89 (exceção feita novamente a 1986). A tabela foi construída com saldos financeiros de fim de ano, em relação ao produto anual, a preços de dezembro.

Para um sistema que apresenta variação no nível de preços, deve-se tomar o cuidado de trazer o PIB a preços correntes para a data da apuração dos saldos financeiros. Se a taxa de inflação fosse estável, a não correção do valor do PIB reproduziria o mesmo erro de ano para ano. Mas, taxas oscilantes como as que vivenciamos neste período de Nova República podem conduzir a conclusões equivocadas. A título de exemplo, os recursos financeiros que correspondiam a 30% do PIB de 1985, atingiram, com o Plano Cruzado, 35% do PIB. Se utilizássemos o PIB a preços correntes, os recursos financeiros reduzir-se-iam de 50% para 40%, refletindo a maior proximidade entre os preços de dezembro, e médio, que acompanhou a redução da taxa de inflação em 1986.

Afirmamos anteriormente que os recursos financeiros não comportam variação nominal. Lembramos que o conceito ativos financeiros pode ser desdobrado em ativos financeiros internos e ativos financeiros no exterior e que, no nosso caso, estamos utilizando como recursos financeiros os ativos domésticos. Dado o valor do crédito, o valor nominal dos recursos financeiros é componente passivo. Mas o valor real dos recursos financeiros no sistema é determinado pelas empresas e pelos indivíduos, na distribuição de seu patrimônio, entre recursos financeiros internos, ativos financeiros no exterior e ativos reais.

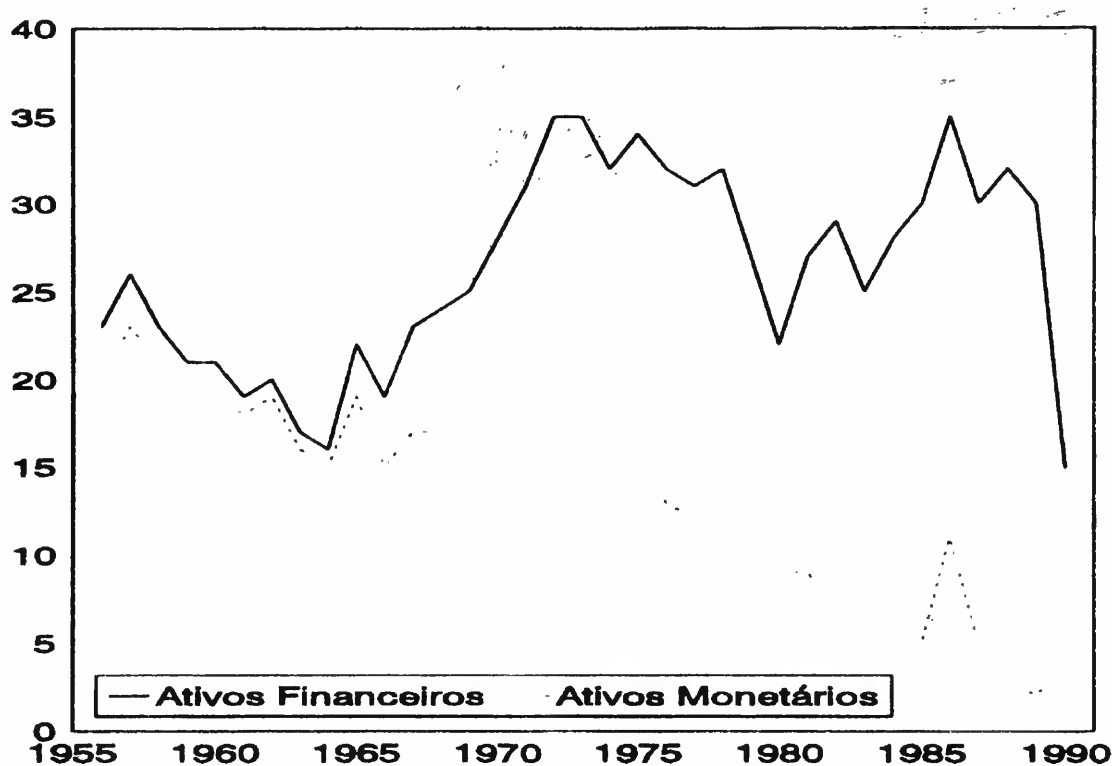
Isto significa que, sem variação nominal no volume de crédito, se as empresas e os indivíduos resolvem diminuir seus estoques de recursos financeiros domésticos só lhes resta a alternativa de diminuir o valor real destes recursos frente aos ativos financeiros externos, aos ativos reais e às mercadorias (considerando-se que a oferta destes ativos

e das mercadorias é inelástica no curto prazo). A relação valor dos ativos reais/valor das mercadorias pode variar no curto prazo, mas se restabelece a médio prazo. E redução do valor real dos recursos financeiros internos frente às mercadorias tem um nome, inflação.

#### 4. Desintermediação Financeira e Inflação

Para se ter presente a correlação entre desintermediação financeira e inflação construímos uma série histórica dos ativos financeiros internos a partir de 1956. De acordo com os gráficos, os ativos financeiros (AF/PIB) e a taxa inflacionária são inversamente relacionados.

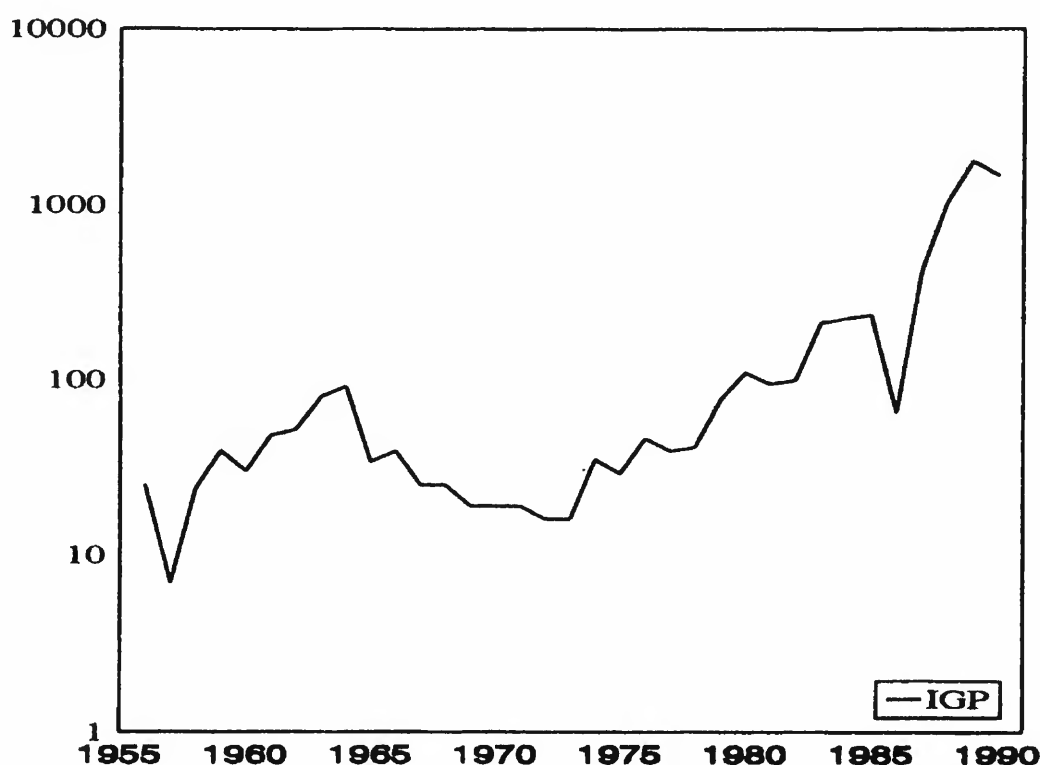
**GRÁFICO 1**  
**ATIVOS FINANCEIROS/PIB**



As fases de desenvolvimento da intermediação financeira correspondem a movimentos de desaceleração da taxa de inflação, e a redução da relação AF/PIB a momentos de recrudescimento inflacionário.

Expectativas de aceleração inflacionária com taxas de juros reais negativas desencadeiam fuga dos ativos financeiros num processo de autodesvalorização dos recursos financeiros em termos reais, que passa a constituir um fator autônomo de alimentação inflacionária. Não estamos fazendo referência à incorporação da taxa de juros nos custos das empresas, nem às expectativas dos agentes econômicos de forma geral, mas ressaltando o efeito da desintermediação financeira na taxa de inflação.

**GRÁFICO 2**  
**IGP-DI (%) - dezembro**



A fuga dos ativos financeiros, no final do governo Sarney, traduzia-se em elevação das taxas de inflação que as taxas de juros não conseguiam acompanhar. Uma taxa de inflação em ascensão pode transformar taxas de juros reais com correção monetária em taxas negativas, considerando-se a defasagem entre a inflação do período utilizado para o cálculo da correção monetária e a inflação em curso.

Dado o mecanismo da correção monetária, que corrige automaticamente os ativos financeiros, se os agentes econômicos resolvem alterar a participação dos ativos financeiros domésticos no seu portfólio a inflação deve, necessariamente, acelerar-se de forma a ultrapassar a correção monetária.

A desintermediação financeira que antecedeu a troca de governos foi oficializada pelo Plano Collor. Em dezembro de 1990, quando os cruzados novos à ordem do Banco Central somavam 7% do PIB, o sistema financeiro nacional estava operando com um total de recursos financeiros da ordem de 15% do PIB.

Isto significa que a economia brasileira está operando, hoje, com um nível de recursos financeiros inferior ao da década de cinquenta e dos anos que antecederam as reformas do sistema monetário e financeiro na década de sessenta. Vale lembrar que naquele período os ativos monetários correspondiam a 90% dos ativos financeiros, ou seja, os ativos financeiros eram compostos essencialmente por papel-moeda em poder do público e depósitos à vista.

O atual nível de recursos financeiros em relação ao PIB só encontra outro registro em 1964, ano que marca a criação do Banco Central e o início do processo de formação das instituições financeiras especializadas no país.

## **5. Liquidez e Rentabilidade**

A taxa de inflação nos últimos anos tem-se apresentado sempre ascendente, com cortes abruptos por ocasião dos pacotes e congelamentos. Dos 7,2% da Nova República para 22,4% às vésperas do Plano Cruzado, de -0,9% em março de 1986 para 27,6% às vésperas do Plano Bresser, de 4,5% em agosto de 1987 para 36,6% às vésperas do Plano Verão, de 4,2% em março de 1989 para 81,3% às vésperas do Plano Collor, de 9,1% em maio de 1990 para 21,1% às vésperas do Plano Collor II e de 7,2% em março de 1991 para os atuais níveis.

Com taxas de inflação sempre ascendentes, não há instituição financeira que se arrisque a carregar títulos de longo prazo, ou melhor, não há taxa de juros que possa fazer as instituições financeiras correrem



o risco com taxas em ascensão. O modelo e a receita de Pastore (1990) não resistiram ao mercado. Nem mesmo a correção monetária pode garantir taxas reais de juros porque, como dissemos, corrige os ativos de forma defasada. E, com os níveis de taxas de juros verificados nos últimos anos, dadas as perdas patrimoniais envolvidas, três meses podem ser considerados longo prazo.

Vários economistas e segmentos da sociedade têm criticado a institucionalização de ativos financeiros que apresentam liquidez e rentabilidade, decerto porque não corresponde ao modelo keynesiano. Ao se discutir teoria monetária e financeira deve-se tomar cuidado com abstrações que envolvam o padrão monetário e o sistema institucional. Ativos financeiros com liquidez e rentabilidade foram desenvolvidos e popularizados em vários países a partir dos anos setenta. E as taxas de juros destes ativos, em vários períodos, foram superiores às taxas dos títulos de longo prazo,<sup>(2)</sup> sinalizando expectativas de queda nas taxas. O fundamental na dicotomia moeda-títulos em Keynes é a projeção de perdas ou ganhos patrimoniais na imobilização dos recursos, considerando-se a expectativa do comportamento das taxas de juros durante todo o período da imobilização.

Ainda em relação aos ativos financeiros de curto prazo, é importante considerar que, embora com elevadas taxas nominais, o *overnight* no Brasil apresentou taxas reais de juros negativas entre 1974 e 1987, enquanto nos países desenvolvidos as taxas reais de curto prazo têm sido positivas.

## 6. A Reforma do Sistema: O Banco Central do Brasil

Ressaltamos anteriormente que o nível de recursos financeiros que o sistema está operando é o mesmo do início das reformas dos anos sessenta quando os ativos financeiros eram constituídos essencialmente por moeda. E as reformas, naquele período, visavam diversificar a estrutura financeira para desenvolver a intermediação em condições de elevar o volume de crédito ao setor público e privado. Na época, seguiu-se o modelo norte-americano de instituições financeiras espe-

---

(2) Ver a série histórica (1963-88) para os Estados Unidos, Alemanha, Japão, França e Inglaterra publicada pelo BIS - *59th Annual Report*. Basileia, 1989, p. 148.

cializadas, modelo que se encontra hoje em crise tanto nos Estados Unidos como no Brasil (FIPE, 1991).

A correção monetária institucionalizada em 1964 acabou ocupando papel-chave para o desenvolvimento da intermediação financeira num sistema cronicamente inflacionário. Considere-se, entretanto, que a taxa de inflação entre 1969 e 1973 não ultrapassou 20% a.a. e que a taxa de inflação no final do governo Sarney atingia, ao mês, o nível de 1964 ao ano.

É quase impossível pensar em desenvolver a intermediação financeira no Brasil com o presente nível de inflação. Talvez a peça fundamental para a reforma do sistema, hoje, seja o Banco Central, que desde a sua criação, em 1964, tem-se comportado de forma totalmente passiva em relação ao Governo Federal.

Nos modelos teóricos e nas economias desenvolvidas, os recursos de um banco central correspondem à base monetária, que é composta por papel-moeda em circulação e reservas do sistema bancário. A contrapartida ativa da base monetária (consideremos a base monetária líquida dos empréstimos ao setor financeiro) é desdobrada em ativos externos (reservas internacionais) e crédito ao governo (títulos públicos). As reservas internacionais são utilizadas no gerenciamento da política cambial e os títulos públicos no gerenciamento da política monetária.

Com a inserção do Brasil no circuito financeiro internacional, no final dos anos sessenta, a base monetária do Banco Central passou a ser utilizada essencialmente para a manutenção de reservas internacionais (ver Tabela 2). Em 1973, as reservas internacionais eram 17% superiores à base monetária. Isto significa que o Banco Central, além de não financiar, estava sendo financiado pelo Tesouro Nacional. A partir de 1979, quando o Banco Central assume a dívida externa do País, os recursos externos transformam-se em passivos do Banco Central que, somados à base monetária, financiam o Tesouro.

Ou seja, teoricamente, os recursos da base monetária sustentam reservas internacionais e título do governo. O Banco Central do Brasil, no período do milagre, utilizava recursos do governo para manter seu

nível de reservas internacionais e, atualmente, canaliza recursos externos para sua carteira de títulos públicos.

Os recursos externos (líquidos das reservas internacionais) correspondem, hoje, a quase 90% do total de crédito do Banco Central ao Tesouro Nacional. O mecanismo funciona como se o Tesouro Nacional tivesse colocado títulos públicos no exterior.

**TABELA 2**  
**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

	saldos (%)				
	Ativo		Passivo		Total
	Externo	Governo	Base	Externo	
1967	0	100	100		100
1968	5	95	100		100
1969	30	70	100		100
1970	35	65	100		100
1971	38	62	100		100
1972	95	5	100		100
1973	117	-17	100		100
1974	68	32	100		100
1975	43	57	100		100
1976	72	28	100		100
1977	23	77	100		100
1978	16	84	100		100
1979		100	76	24	100
1980		100	53	47	100
1981		100	42	58	100
1982		100	42	58	100
1983		100	17	83	100
1984		100	21	79	100
1985		100	21	79	100
1986		100	29	71	100
1987		100	17	83	100
1988		100	11	89	100
1989		100	12	88	100
1990		100	17	83	100

Fonte: tabela construída a partir das publicações do Bacen.

Entretanto, em nível interno, tanto as variações da dívida externa como a sua remuneração afetam as contas do Banco Central. Os recursos externos do Banco Central (conta passiva) são remunerados com juros internacionais e correção cambial, enquanto a carteira de títulos públicos do Banco Central (conta ativa) é remunerada de acordo com os juros internos. Como as taxas externas e internas não coincidem neces-

sariamente, a diferença (positiva ou negativa) acaba se acumulando na conta de resultados do Banco Central. As transferências da conta de resultados do Banco Central ao Tesouro Nacional estão regulamentadas, (CALABI & PARENTE, 1990) mas os movimentos diferenciados da carteira de títulos públicos e dos recursos externos do Banco Central e a própria transferência dos resultados mantêm vinculados os orçamentos monetário e fiscal.

Uma reforma do sistema financeiro brasileiro passa hoje, necessariamente, pela reestruturação do Banco Central do Brasil. O Tesouro Nacional deveria tomar para si, diretamente, a dívida externa do Banco Central que é repassada para as empresas estatais através da intermediação do Banco do Brasil e do próprio Tesouro. (LUNDBERG, 1990). Este seria um primeiro passo para a constituição de um banco central com autonomia suficiente para instrumentalizar a política monetária e cambial do País.

### **Referências Bibliográficas**

- CALABI, A. & PARENTE, P. *Finanças públicas federais*. São Paulo: FIPE/USP, jul. 1990 (mimeo).
- FIPE. *Um novo desenho do Sistema Financeiro Nacional*. São Paulo, mar. 1991 (mimeo).
- KILSZTAJN, S. & LUNDBERG, E. Dívida externa: intermediação BACEN-STN-BB. *Boletim Informações FIPE* n. 122. São Paulo: FIPE, set. 1990.
- LUNDBERG, E. *Arranjo institucional: a natureza da dependência do Bacen*. São Paulo: FIPE/USP, jul. 1990 (mimeo).
- PASTORE, A. A reforma monetária do Plano Collor. In: FARO, C. (org.). *Plano Collor*. São Paulo: LTC, 1990.

---

(Originais recebidos em outubro de 1991. Revistos pelo autor em maio de 1992).